

## ポートフォリオ管理の理論

HCアセットマネジメント株式会社

<http://www.fromhc.com>

金融商品取引業者  
加入協会

関東財務局長（金商）第430号  
一般社団法人日本投資顧問業協会  
日本証券業協会  
一般社団法人投資信託協会

人+産業金融=成長  
成長を支える投資の原点へ

東京

2019.02.19



# 目次

概要	2-3
古い格言	4
投資の本質	5
キャッシュフローを生み出す契約関係	6
事業価値と投資価値(本源的価値)	7
保守主義の原則	8
インカム戦略の基本	9
インカムの投資領域	10
インカム源泉の厳選と投資機会の厳選	11
リスク管理の階層化と事業性(キャッシュフロー創造力)評価に基づく投融資	12
投資の目的は資産価値の維持と増殖(インカム戦略)	13
総合収益の分解	14
リスク管理からリスクテイク・リターン管理へ	15
投資の機会の収益化	16
HCの戦略－投資の技法 ①、②	17-18
インカムを基礎とした収益と投資機会による収益	19
二つの文化と流動性の再考	20
極めて大きな取引費用と機会費用	21
リスク分散かリスク追加か	22

# 概要①

## 事業キャッシュフロー

投資とは、原点において、企業等の事業活動から生じるキャッシュフローへ参画することです。本来の資産運用は、事業キャッシュフローの源泉の厳選からはじめられるべきです。

## 事業主体と事業キャッシュフロー

事業キャッシュフローを生む主体は、一般に、企業ですが、不動産等の実物資産も、契約により、事業キャッシュフローを生む仕組みに構成できます。

## 事業資産と資金調達

事業キャッシュフローを創出するためには、事業資産の保有が必要です。その事業資産を保有するためには、資金を調達しなければなりません。貸借対照表とは、左に事業資産の目録を並べ、右に、調達資金の明細を並べて、均衡させたものです。

## 資本構成

資金調達には、債務の負担から、株式(資本)の発行まで、多様な手法があり得ます。その構成を、資本構成といいます。貸借対照表は、上から、弁済期限の短いもの、弁済優先順位の高いものの順に、記載されています。つまり、短期借入が最上位にあり、株式が最下位にあることとなります。

## 資本構成の意味

資本構成は、事業キャッシュフローを、資金供給者に配分するときに、優先順位を定める仕組みです。事業キャッシュフローが変動したとき、真っ先に、影響を受けるのは、優先順位最下位の株式です。上位債権は、株式が変動を吸収する限り、影響を受けません。これが、株式が債権(債券)よりもリスクが高いということの意味です。

## インカム

株式といい、債券(権)といい、資産とは、資本構成上の地位です。資産とは、資本構成上の地位に従い、事業キャッシュフローの分配を受け取る権利です。この資産に内包されたキャッシュフロー(分配金)をインカムと呼びます。インカムは、利息配当金等の総称です。

## 保守主義のインカム戦略

安定的なインカムの稼得を目指して、良質な事業キャッシュフローの源泉を厳選し、資本構成上の上位に投資することは、投資の保守主義の原則であり、その保守主義を貫徹するのがインカム戦略です。

## 管理できない付随リスク(マクロリスク)の抑制

インカム戦略のリスク管理は、管理不能な付随リスク(マクロリスク)を抑制し、優良な事業キャッシュフロー源泉を厳選し、分散して投資するという管理可能な領域において、行われるべきものです。マクロリスクが抑制されているからこそ、安定インカムの稼得という保守主義を実現できるのです。

## 概要②

### インカム源泉の分散

インカム戦略では、インカムの源泉を多様に分散してこそ、安定インカムが実現します。故に、マクロリスクを避け、より高いインカムを求めれば、自然と、ニッチな非効率へ広く分散することになります。

### 流動性のリスク

インカム戦略に、非流動的なインカム源泉を含めることができれば、分散効率は大幅に上昇します。しかし、それは、投資家の選好と制約によることです。

### 価値と価格

資産の価値は、内包している将来インカムの現在価値です。市場理論は、資産の市場価格は、資産の価値に一致していることを仮定しています。仮定を認めるにしても、現実には、常時、価値と価格が一致しているわけではなく、一定期間、乖離している事態は、普通に、生じています。

### 割安な状況としての投資機会(プラス)

価格が価値を下回っている状況を、割安(バリュー)といいます。割安は、非常に、魅力ある投資の機会です。この割安な機会への投資を、インカムに対して追加的な利益をもたらす機会として、プラス戦略と呼びます。

### インカムプラス戦略

インカム戦略に、一定の制約条件のなかで、プラス戦略を取り込んだのがインカムプラス戦略です。制約条件は、自由に設計できます。

### 厳格な売却規律

プラス戦略は、割安だからこそ、成り立つものです。故に、割安でなくなったときには、厳格な規律として、投資回収すべきです。

### 早期売却の機会費用

厳格な売却規律の適用は、一般に、価格上昇期における早期売却につながりやすいと思われます。しかし、そのような機会費用は、価格下落期における取引費用よりも、小さいと思われる。

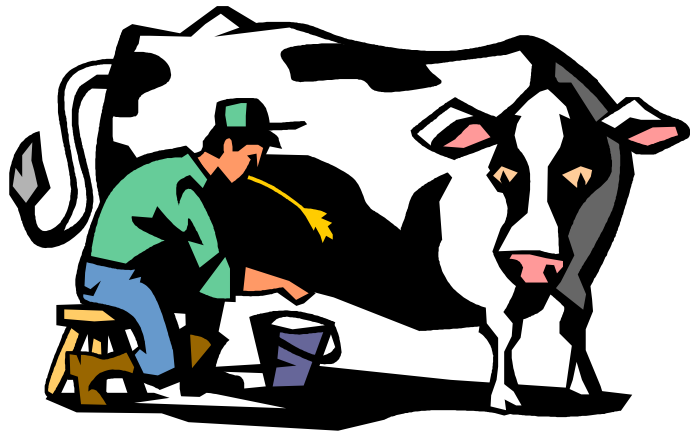
### 明日の危険

プラス戦略とは、価格が価値を下回る状況への投資ですから、明日のプラス戦略の機会を考えることは、要は、今日の危険を考えるのと同じです。ここに、インカムプラス戦略のリスク管理の要諦があります。

# 古い格言(乳牛と牛乳)

⇒乳牛への投資は、ネットの事業キャッシュフロー(牛乳の売却代金から飼料代等の飼育費を控除したもの)を得ることが目的である

⇒乳牛の価値(価格)は、当該乳牛から期待されるネット事業キャッシュフローの現在価値である



- ① いい乳牛を買う(事業キャッシュフローの源泉の厳選)
- ② 飼育技術を改善する(飼料や飼育環境の工夫)
- ③ 資金調達(逆の立場からいえば乳牛投資)の方法を工夫する

# 投資の本質

キャッシュフローを生まないものは、資産ではない。逆に、資産とは、キャッシュフローを生むものである。故に、資産価値とは、キャッシュフローの現在価値である。

不動産の価値は、将来の賃料収入の現在価値である。債券の価値は、利息と元本償還金の現在価値である。株式の価値は、将来配当の現在価値である。配当をしないで内部留保された金額が事業へ再投資され、結果として、将来配当の期待値が更に上がる限りにおいてのみ、株式価値の上昇が生じる。

価格の変化は、将来キャッシュフローの金額や確実性(要は量と質)の変化が価値変化につながることを理由として、起こる。時価とは、あるいは取引の価格とは、原理的には、資産価値を基準にして形成される。基準にして、ということは、価値と価格は異なり得るということだ。しかも、価値と価格は大きく乖離してしまうことも珍しくない。

投資とは、第一に、資産から創出されるキャッシュフローを受け取ることである。故に、資産が価値をもつ限り、即ち、キャッシュフローを創出する限り、もつといえば、資産が資産である限り、投資が損失に帰着することはあり得ない。

もしも、投資が損失に帰るとしたら、資産のキャッシュフローを生む力がなくなったときである。また、キャッシュフローを生む力が低下すれば、その分、価値が下がる。つまり、資産の収益性が低下する。故に、投資とは、第二に、キャッシュフローを生む力を守ることである。

もちろん、資産のキャッシュフローを生む力が強くなれば、あるいはキャッシュフローの確実性が増せば、資産価値は上昇する。故に、投資とは、第三に、将来キャッシュフローの量と質を改善する努力である。このことは、資産の属性を変更できる場合には、より重要になる。

例えば、不動産。改修投資をしたり、テナント政策を工夫したり、あるいは管理費用を削減したり、そうした努力をすることで、将来キャッシュフローを増やすことができる。資産価値を上げることができる。同じことは、プライベートエクイティ投資にも当てはまる。積極的な経営関与は、投資先の企業の事業キャッシュフローの改善を目的にしたものに、他ならない。そうすることで、投資先の企業の価値を高くしているのだ。

公開株式や債券は、基本的には、属性の変更はできない。基本的には、というのは、一定の範囲では、積極的な関与も可能だということである。例えば、大株主として株主提案など行なうことは、株式の価値を高めようとする努力の現われである。ただし、そうした活動には、限界がある。だから、より価値の高い銘柄へ入れ替えるのである。より価値の高い銘柄とは、より多くの、より安定的な、将来キャッシュフローが見込める銘柄、株式ならば、将来配当期待の、より高いもののことである。

銘柄選択や資産選択において、より価値の高いものへ入れ替えることは、投資の基本である。それだけではなくて、価値と価格が異なり得るという前提に立てば、同じ価値なら、より価格の安いものへ入れ替えることも、重要な投資行動になる。これが、投資の第四の要素である。

リターン(戦略的) = 資産が生成するキャッシュフローの回収、およびキャッシュフローの量と質(予測可能性)を改善する努力

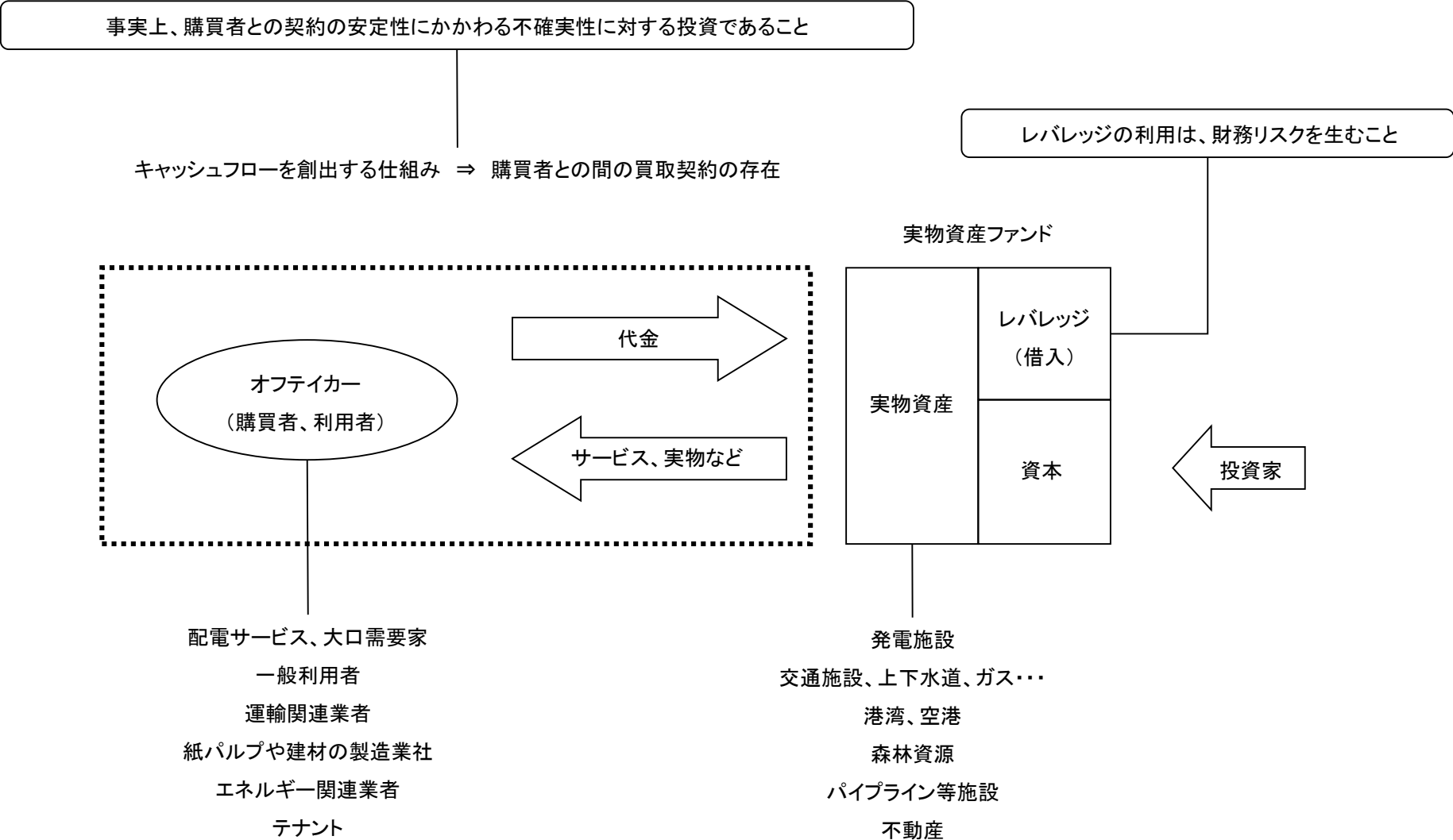
リターン(戦術的) = 価値よりも低い価格で取得すること

リスク(常識的) = キャッシュフローが毀損する可能性 = 価値の毀損

リスク(技術的) = キャッシュフローの予測可能性 = 価値(事業性)評価の難易度

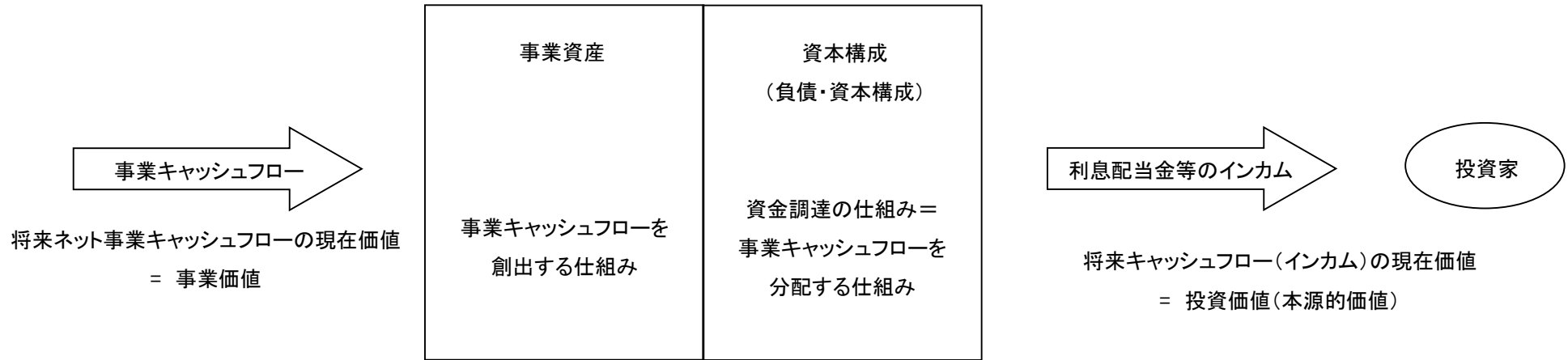
ボラティリティ = 価格の変動(リスクに対する心理的反応等の市場要因に起因するもの)

# キャッシュフローを生み出す契約関係



# 事業価値と投資価値(本源的価値)

事業主体(企業やファンド等)の貸借対照表



- 資産とは、利息配当金等の分配金、即ち、インカムを生むもの
- 事業キャッシュフローの将来見通しが変動すれば、インカム将来見通しも変動する ⇒ 本源的価値変動
- 事業キャッシュフローの変動に基づくインカムの変動は、資本構成に従い、下部(最下位が株式)から先に充当される  
⇒ 故に、株式はリスクが大きく、債券(債権)はリスクが小さい
- 本源的価値変動は、当然に、価格変動をもたらす ⇒ 本源的リスク
- 本源的価値が変動しなくとも、価格は変動する ⇒ 単なる価格変動としてのボラティリティ
- 価格が価値を下回るときは、有利な投資機会を作る



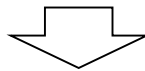
# 保守主義の原則

---

保守主義の原則 = インカムの質(予測可能性の高さ)を追求することで、結果的に、インカムの量もたらされる

## インカムの質を高める努力

- ⇒ 資本構成の上位への投資を原則とし、下位(株式)へ投資するときには、厳格な条件の下で行う
- ⇒ 事業キャッシュフローの源泉を厳選し、厳選した範囲のなかで分散する
- ⇒ 可能な限りで、積極的な経営関与を行う



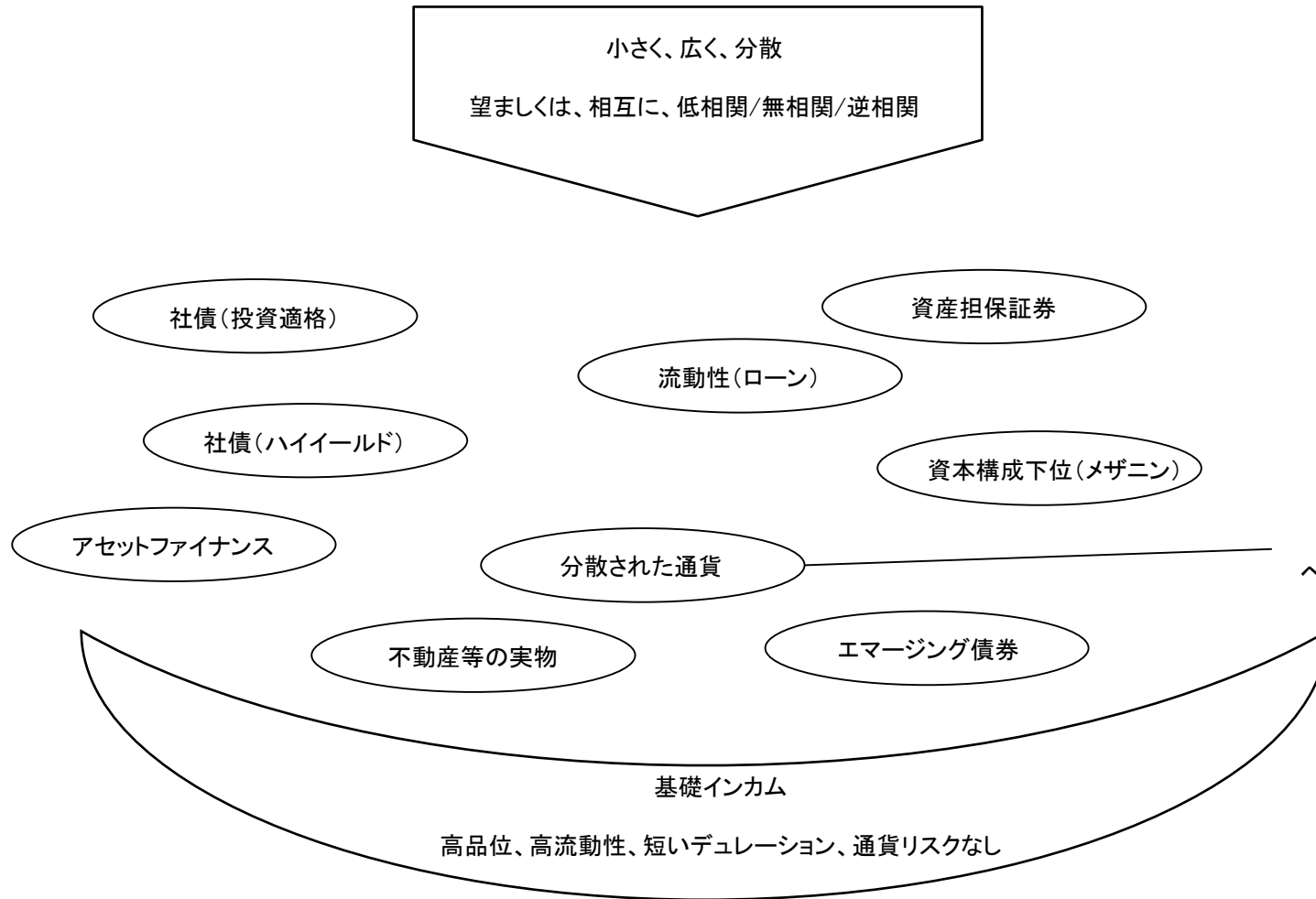
結果的に、インカムの安定(質)が図られつつ、量の拡大が実現していく

# インカム戦略の基本

インカム戦略の基本哲学は徹底した保守主義

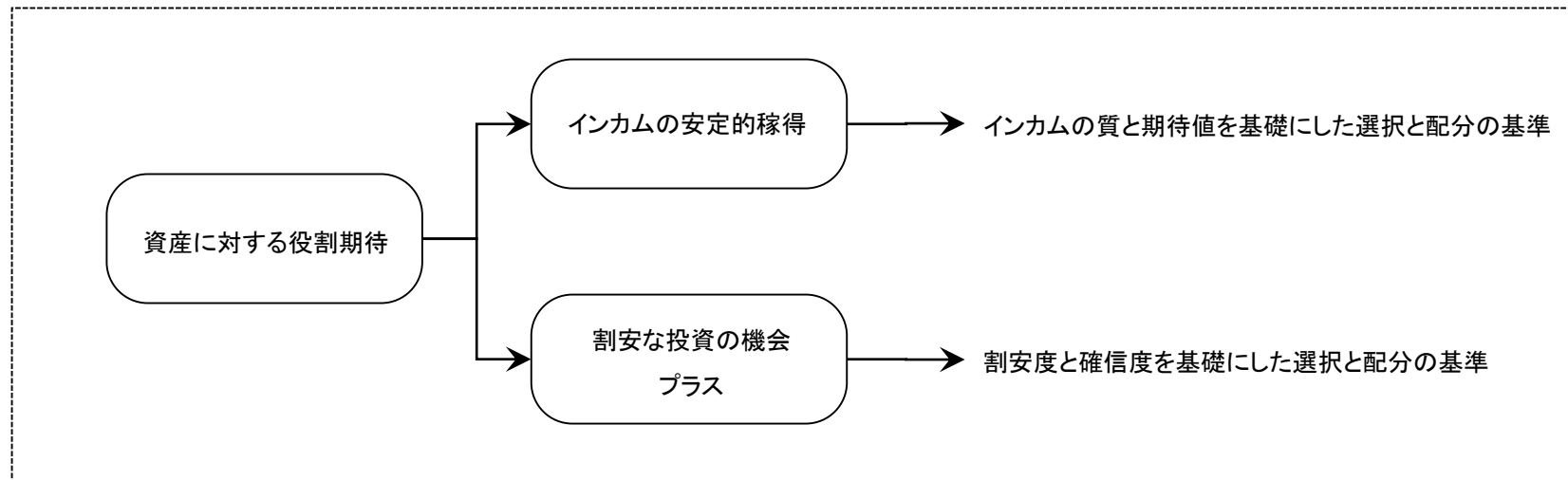
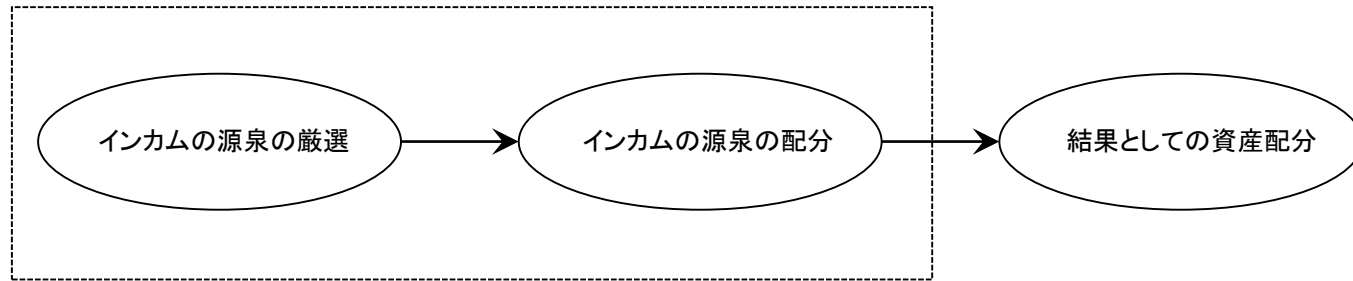
- 株価等の価格の変動リスク、金利リスク、為替リスクなどのマクロ経済・市場リスクは、原理的に管理不能であり、受け入れるしかない
  - ⇒ 積極的な収益の源泉とするものではなく、消極的に取らざるを得ないリスク総量を、厳格に許容範囲に留める
  - ⇒ 許容可能な金利リスクは、デューレーション換算において、デューレーション＝平均利回り
    - ・ 1%の金利上昇に伴う資産価格下落を、インカム、即ち金利配当金収入で、相殺できることが目安
    - ・ 通常、国債等では、インカム不足となるため、多様な源泉の非金利リスクを取り込むことで、インカムの増収を確保する
  - ⇒ 外貨資産の95%を為替ヘッジ(ただし、ヘッジコストの状況等により、例外的に、ヘッジ率を下げることもある)
  - ⇒ 原則として、株価等の価格変動リスクはとらない
- 大きなリスクを避けて、小さな非効率に、収益機会を見つける
  - ⇒ 世界の債券市場(特に、米国)のニッチな分野には、多数の非効率が存在する
    - ・ 信用リスクをとるのではなく、信用リスクが作り出す非効率の投資機会に着目
    - ・ 資産担保証券の構造のリスクをとるのではなく、複雑な構造が作り出す価格の非効率に着目
    - ・ 特殊償還条項の金利リスクをとるのではなく、実際の償還の背後にある非効率に着目
  - ⇒ 債券との近接分野(ローン、メザニン、アセットファイナンス等)については、同等の価値をもつ債券との比較において、大きな相対優位がある限りにおいて、投資を行う
- 適切な分散と最高度の技術をもつ専門家の起用
  - ⇒ 過剰分散を避け、適切な数の戦略に分散投資する
  - ⇒ 戦略は、適宜、入れ替えを行う
  - ⇒ それぞれの戦略は、最高度の専門性を要求されるので、それにふさわしい運用会社を厳選して、起用する
  - ⇒ 外国籍投資信託等(いわゆる「ファンド」)を利用

# インカムの投資領域

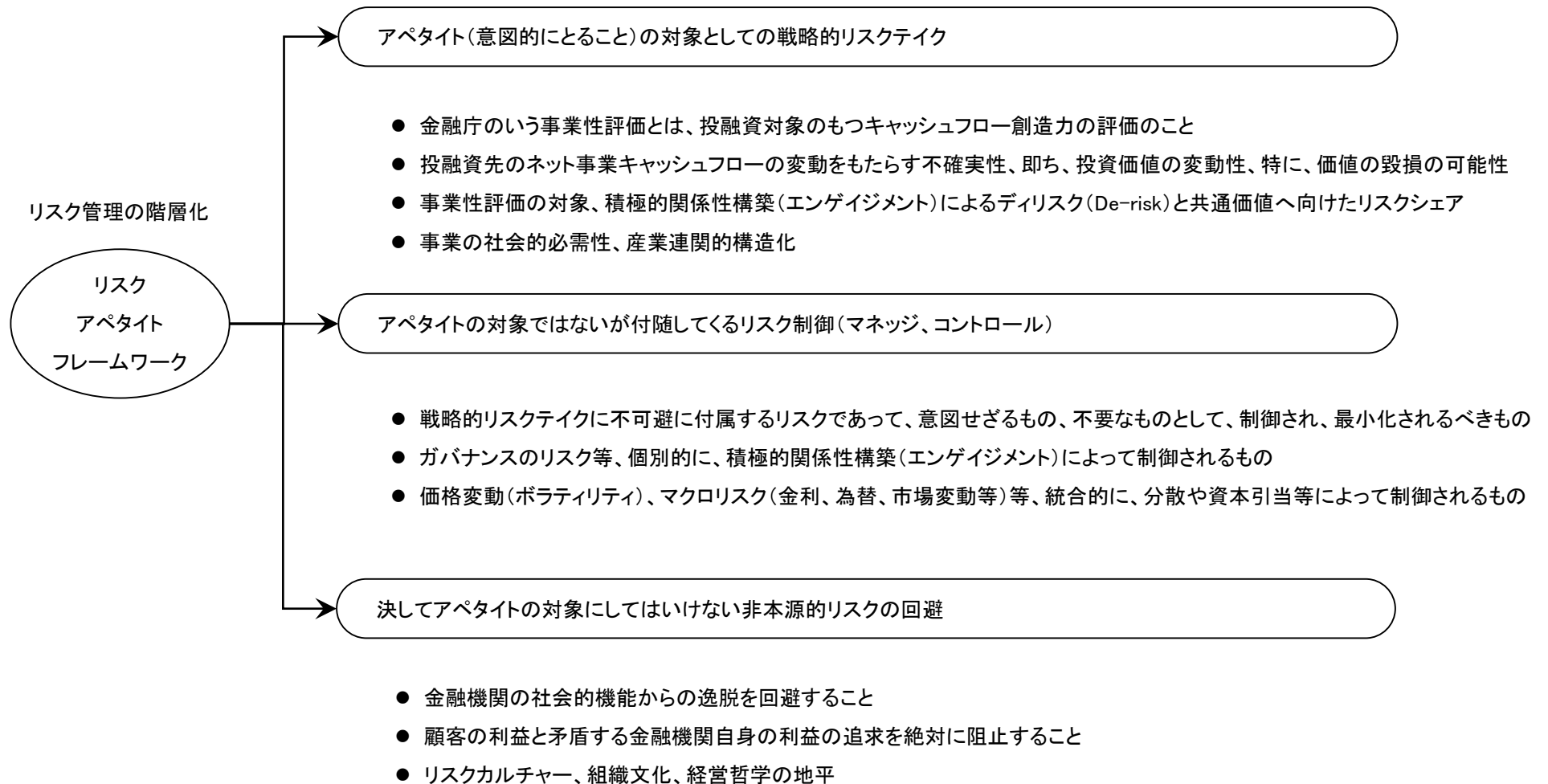


通貨リスクは、原則、95%以上ヘッジ  
ヘッジコストの状況によりヘッジ率引下げ

# インカム源泉の厳選と投資機会の厳選



# リスク管理の階層化と事業性(キャッシュフロー創造力)評価に基づく投融資

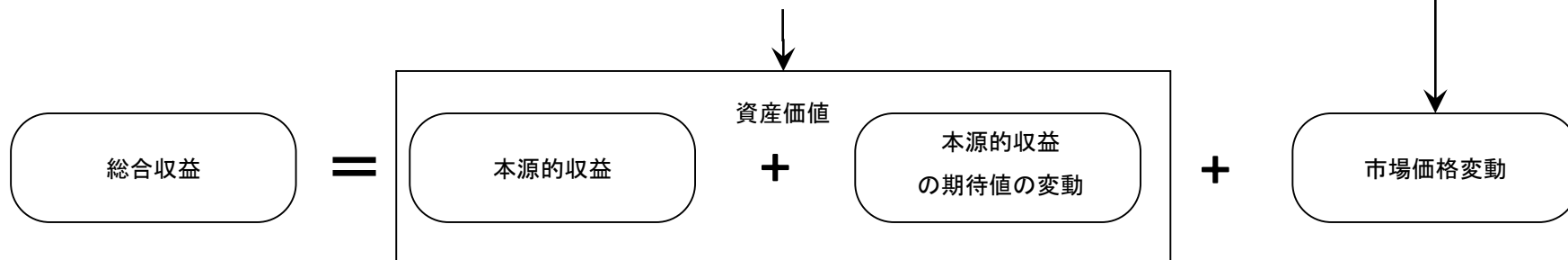


# 投資の目的は資産価値の維持と増殖(インカム戦略)

資産の価格は市場原理によって形成されるので、必ずしも資産価値と一致しない。投資の対象は価値である。価格変動は管理できず受け入れるしかないものである。価格変動を避けようとするならば、価値自体もとることができない。

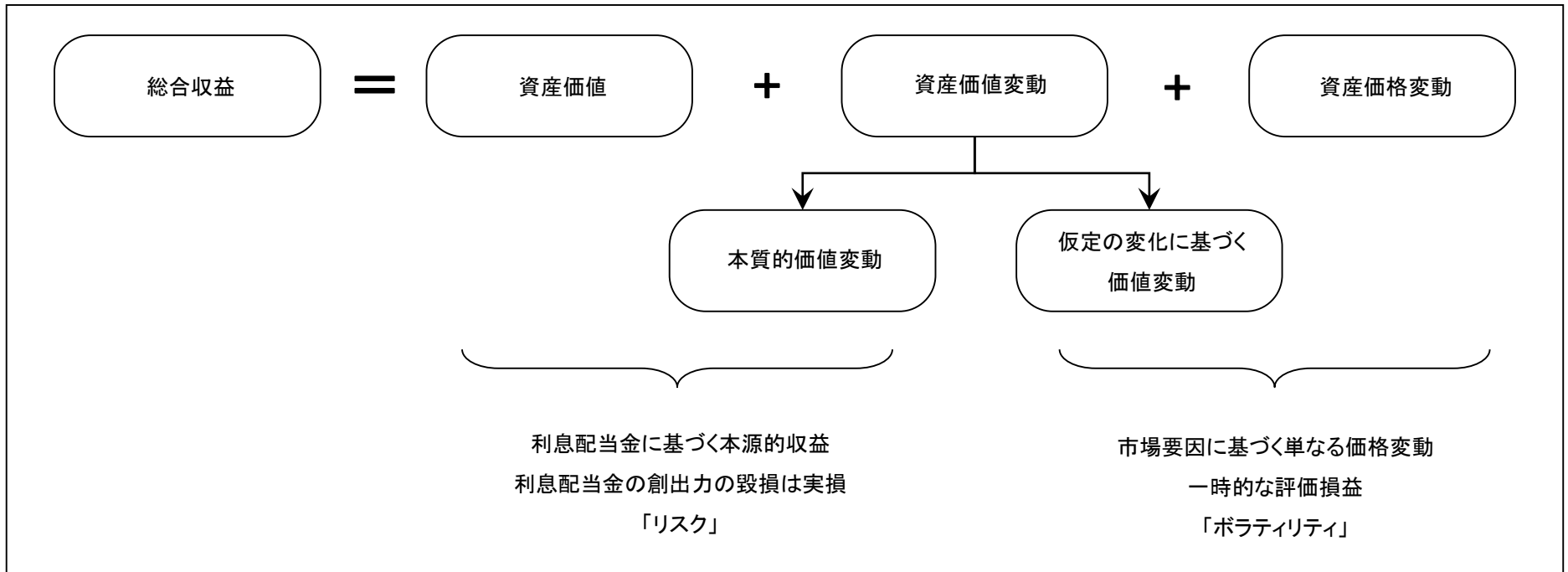
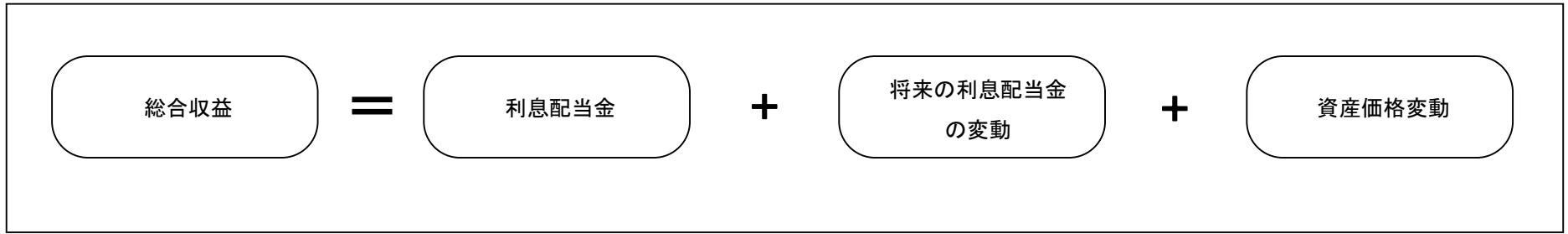
短期的な価格変動は避け得ないが、価値の毀損がない限り、長期的に無視し得る(インカム戦略の技術)

長期的な資産価値の維持と増殖を目指す(インカム戦略の基本)



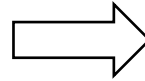
- ⇒ 資産価格の下落のときに、その背後に価値の毀損がないことを確信できるかどうか、資産運用の本質である。
- ⇒ 価値の維持と増殖を図ることは長期の営みだが、毀損(とその可能性)を認めたときは、直ちに対策を講じるべきである。
- ⇒ 真の長期の視点は、価値と価格の峻別を前提にしたものである。
- ⇒ 投資とは、本質的、即ち戦略的には、資産価値の維持と増殖を目指すことであり、技術的、即ち戦術的には、市場価格変動の最小化を図ることである。これを、インカム戦略と名付ける。

# 総合収益の分解



# リスク管理からリスクテイク・リターン管理へ

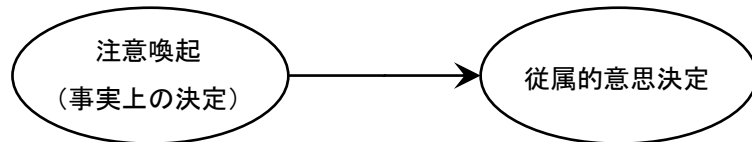
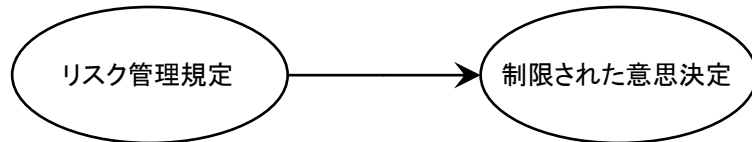
リスク管理の優越  
静態的な組織の思考と行動



リターン管理の復権  
動的で自由な機能の発現

リスク管理部門

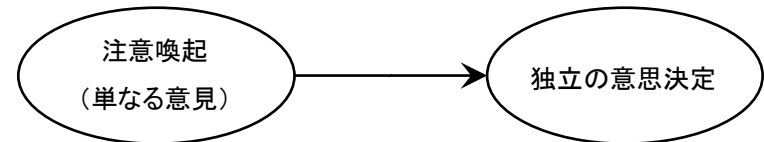
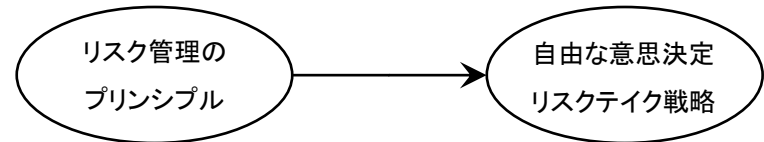
投融資部門



- リスクとボラティリティの混同
- 心理のコスト: 経済合理性を超えた妙なこだわり(歴史的経緯など)、直近事象の過大評価、横並びの安心感
- 組織のコスト: 集団的意思決定の愚、組織内部論理の横行、決定の遅さ、合議の無決定
- 説明のコスト: 執拗に説明を求める習性(事実上の否定)

リスク管理機能

投融資実行機能

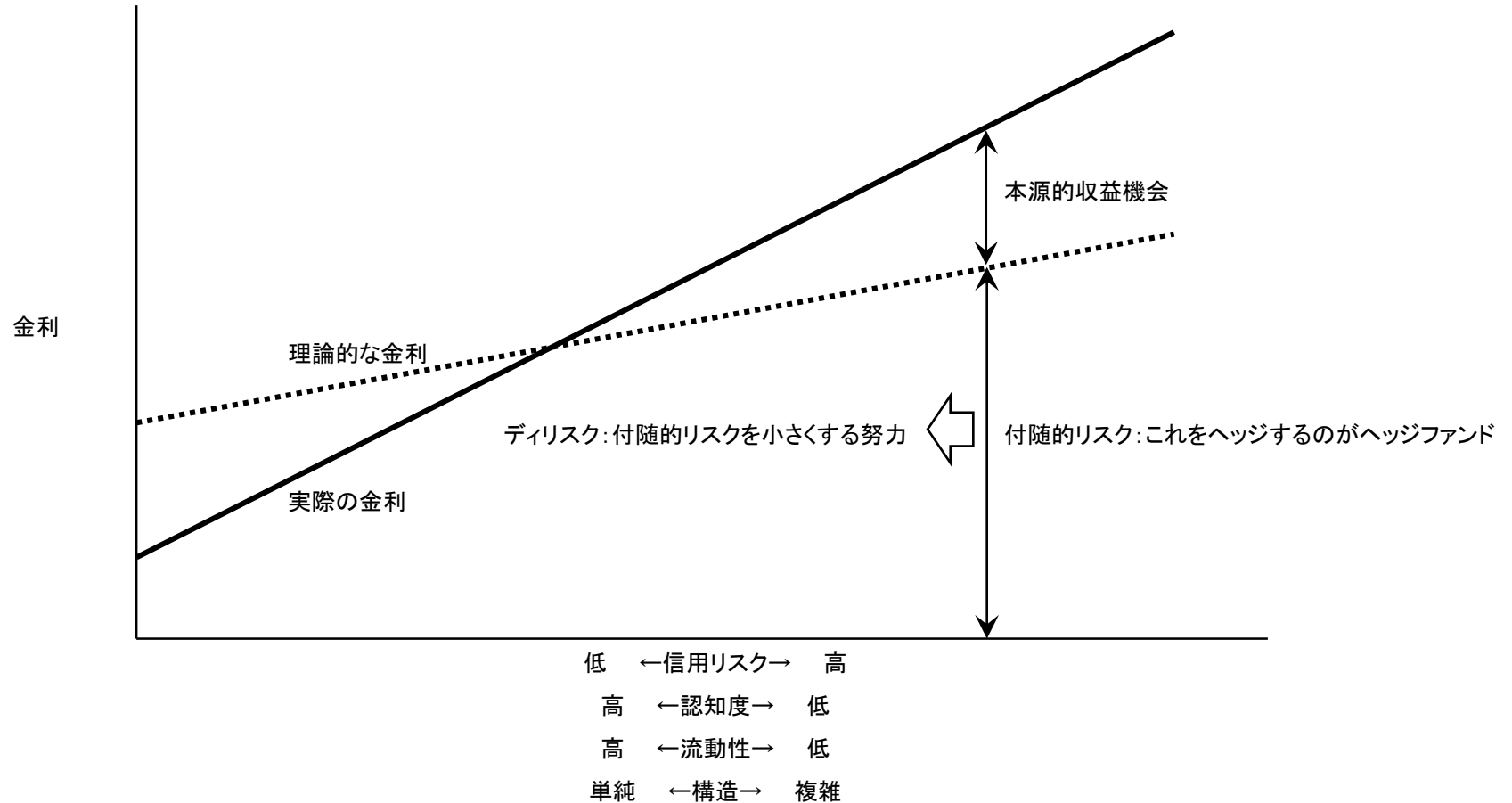


- リスクとボラティリティの峻別
- 戦略的リスクテイクとリスクカルチャー
- リスク管理規定(ルール)の簡素化(廃止?)とプリンシプル化
- 投融資部門のプロアクティブな姿勢
- 緊張感のある建設的な対話(挑戦と反論)
- 対話(挑戦と反論)のなかでのリスク要因の特定と共有
- 執行責任の明確化(リスク管理は単なる意見)
- プロフェッショナリズム(自分で考えて決める力)の醸成



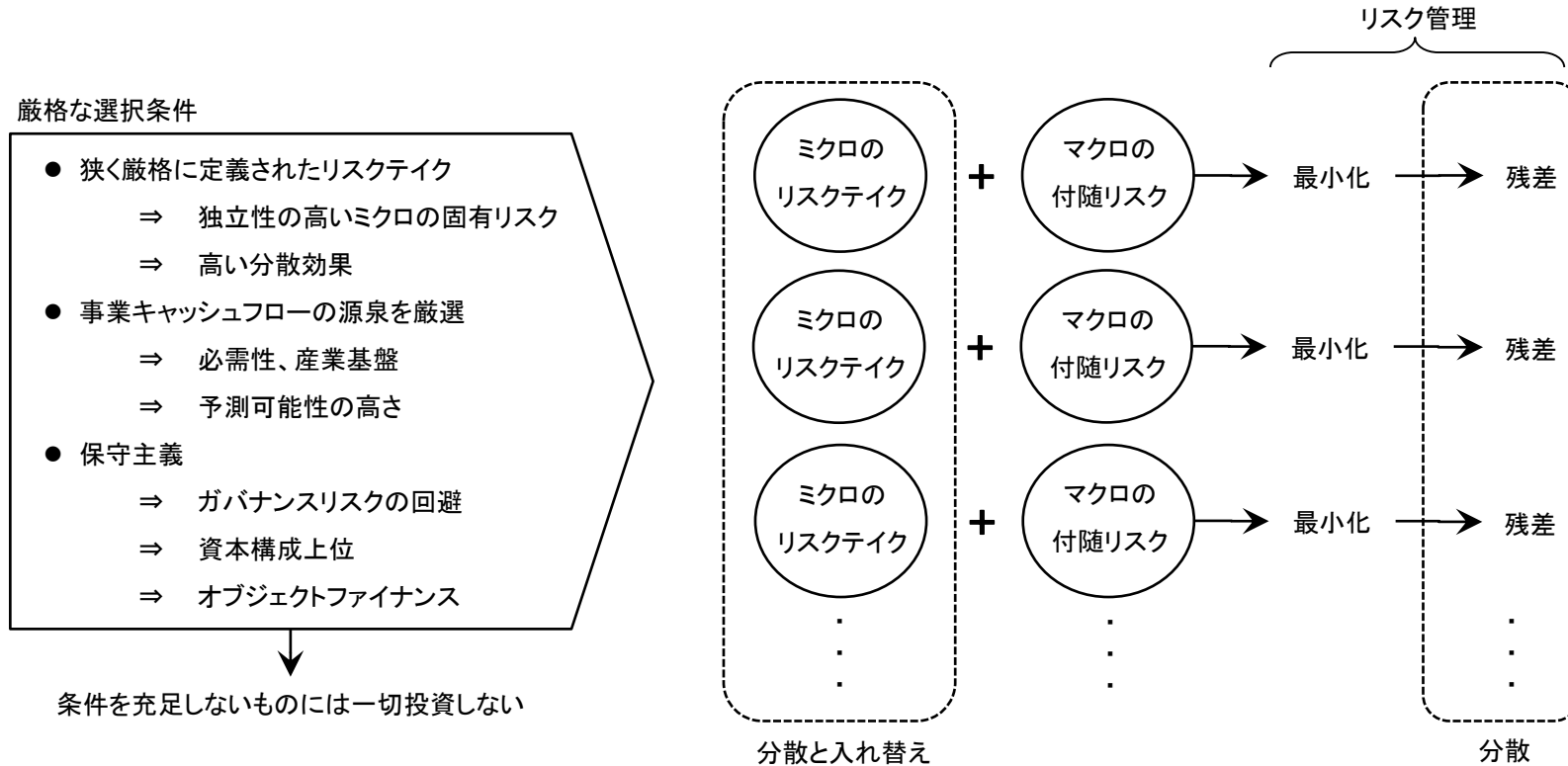
# 投資の機会の収益化

- ⇒ 表層的な金利の高さにつられて、安易に右のほうへ移動していくことは、個人の投資信託にしる、金融機関の証券運用にしる、金融庁が問題視しているように、極めて稚拙な行為として、厳に戒められるべきことである。しかし、現実には、安易な投資が多い。
- ⇒ 本源的な収益源泉を市場の非効率に見出し、その獲得に際しては、付随的なリスクを厳格に管理する必要がある。



# HCの戦略 - 投資の技法 ①

リスクアペタイトフレームワークの最高度な適用=①意図的なリスクテイク、②付随する意図せざるリスクの最小化、③テイクしないリスク(テイクするリスクの厳格な制限)

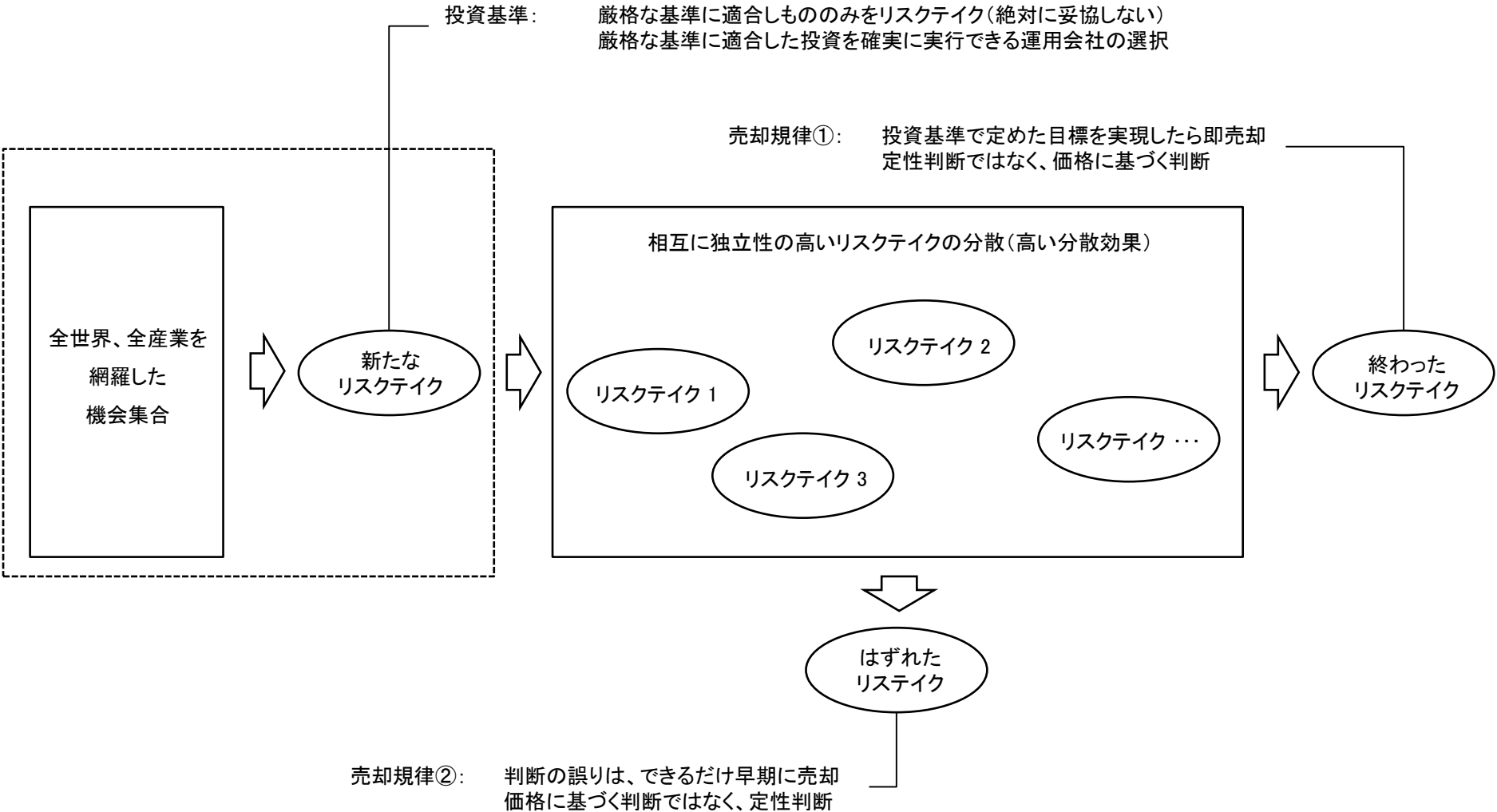


☞ 顧客が異なる条件を定めない限り、全ての投資対象、全ての顧客に共通の原則として機能する

☞ 例えば、株式投資についていえば、銘柄の厳選(ガバナンスリスク回避等)と必需性の高い産業への傾斜となり、債券についていえば、金利・為替リスクを最小化して、信用リスク等における銘柄の厳選となる。また、総合型戦略(インカムプラス)では、資産種類の伝統的定義を解体して、事業キャッシュフロー源泉に遡って再構築する戦略になる

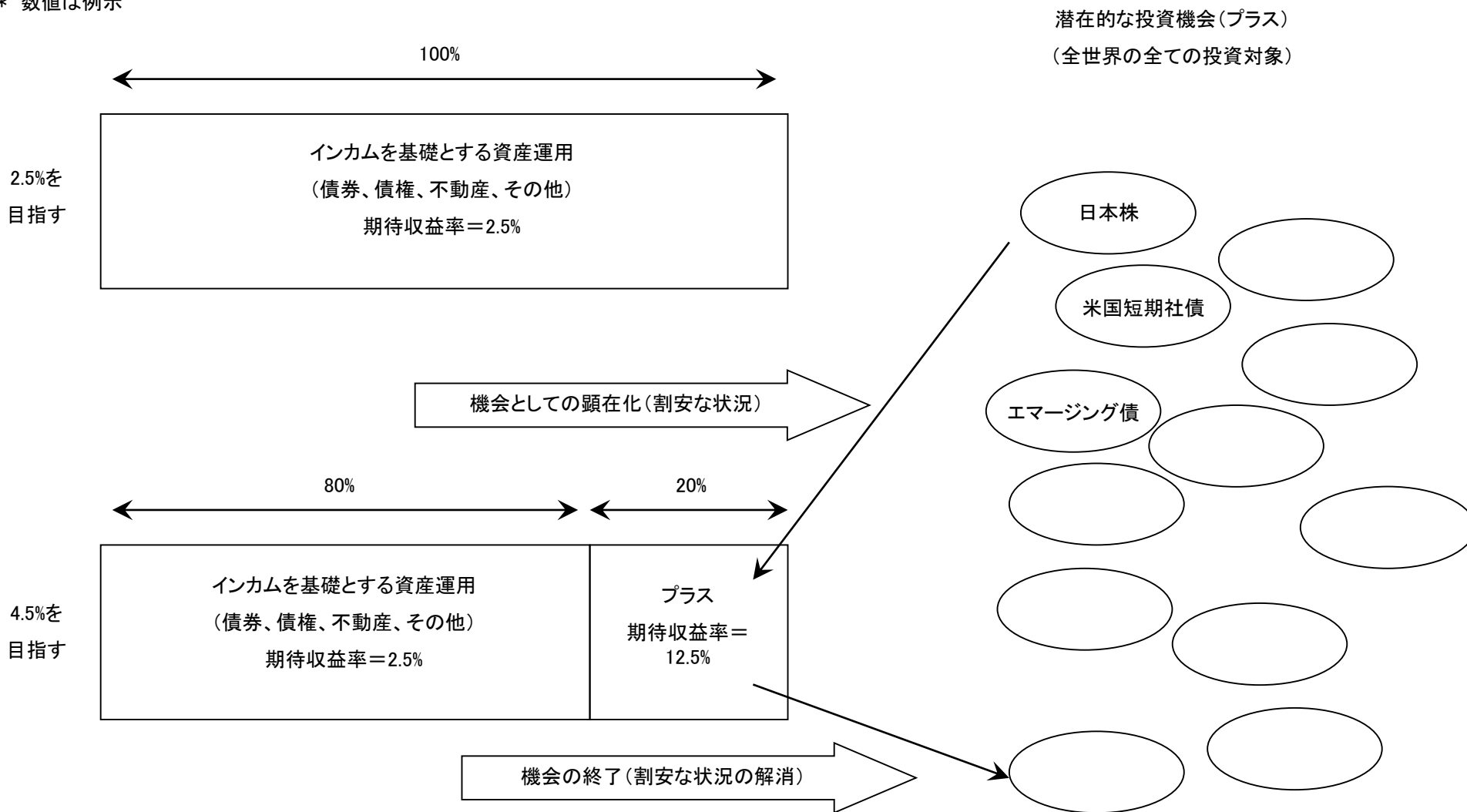
☞ 投資の実行は、全て、外部の運用会社の選定を通じて行うので、原則は、同時に、運用会社選択の原則として機能する

# HCの戦略 - 投資の技法 ②



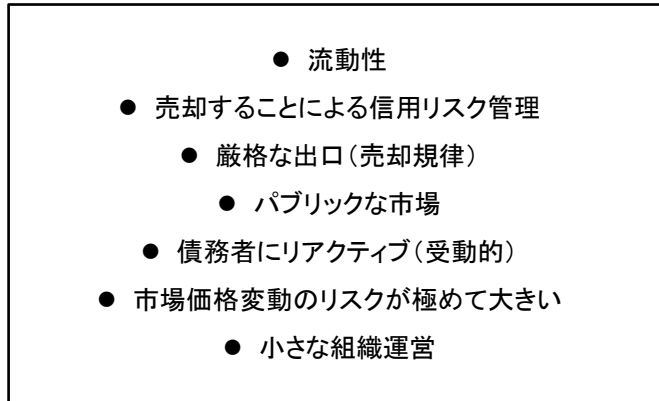
# インカムを基礎とした収益と投資機会による収益

\* 数値は例示

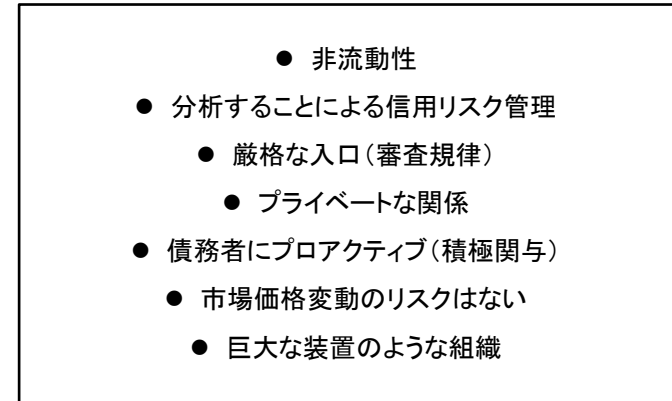


# 二つの文化と流動性の再考

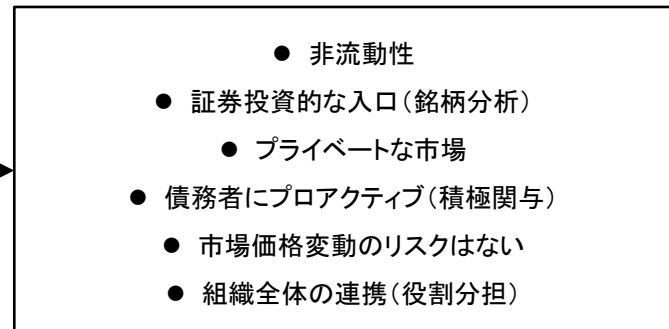
「投資の文化」：証券投資は「売れる前提」での与信



「融資の文化」：「売らない」前提での与信

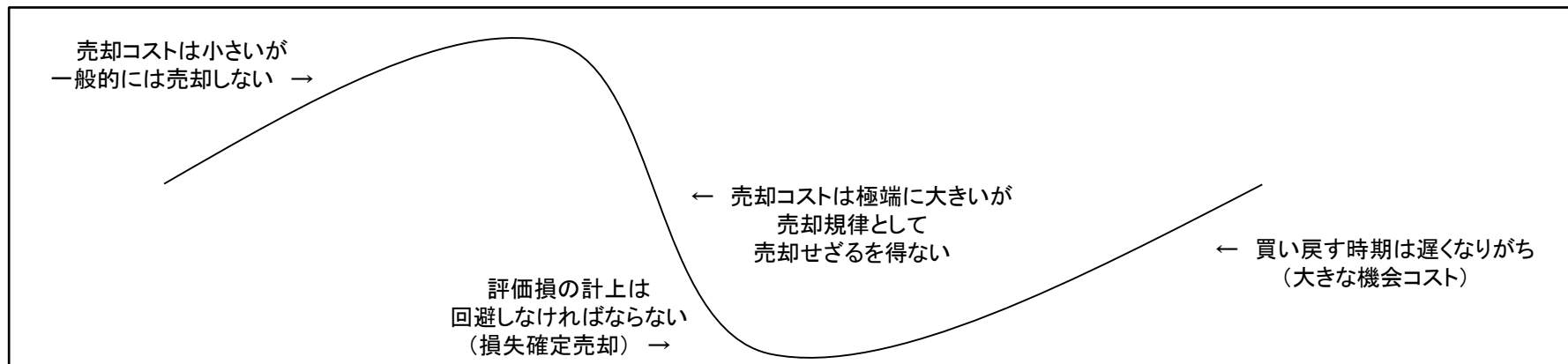


「第三の道」：「売らない前提」での投資

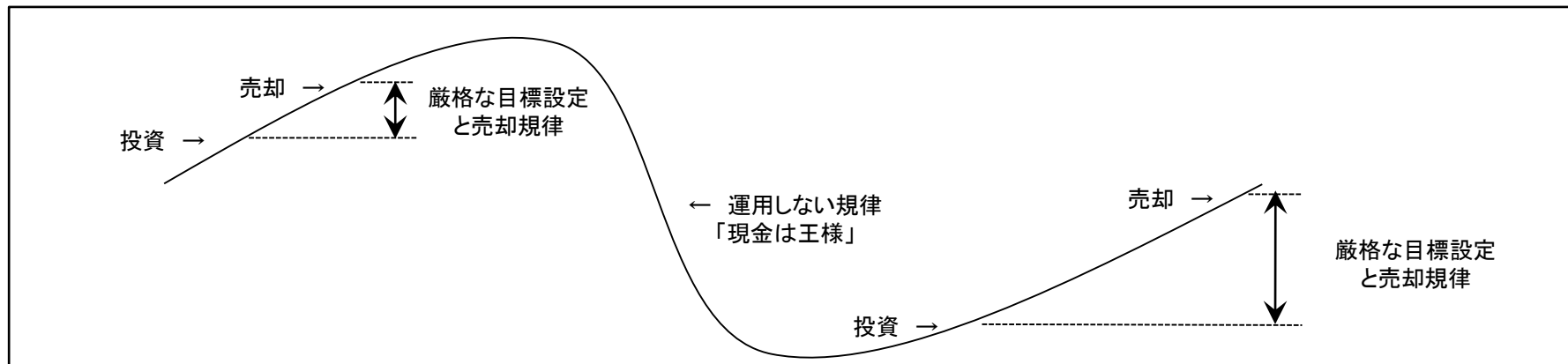


# 極めて大きな取引費用と機会費用

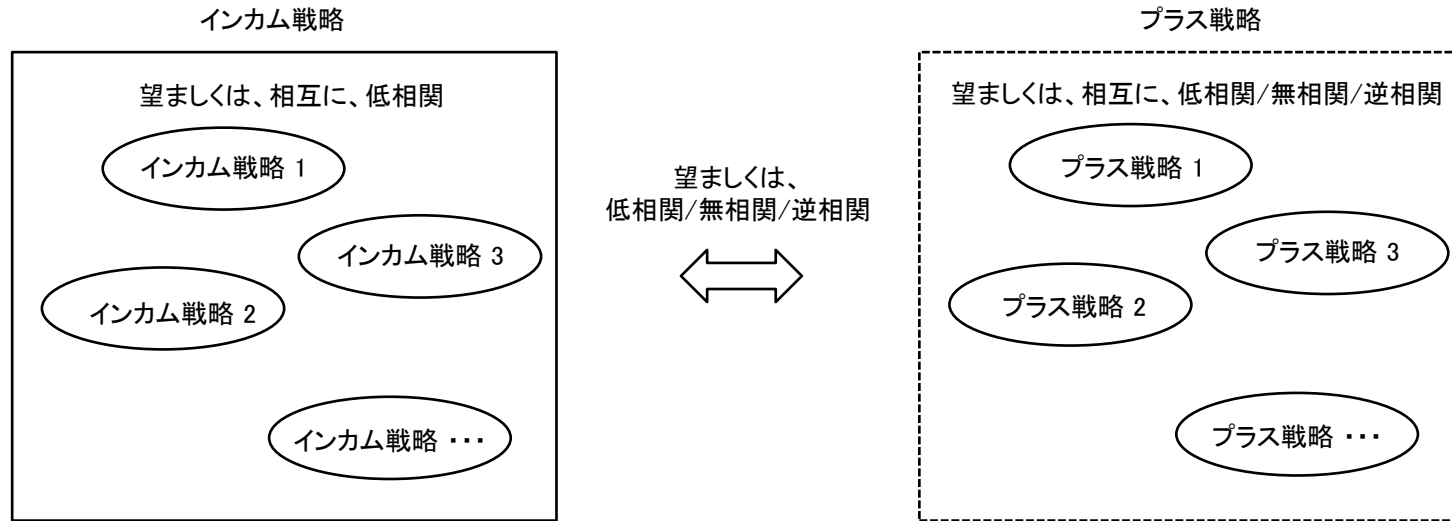
損失を積み重ねるだけの利益が出ない投資に陥りかねない危険性がある



下落時の売却規律は有効ではなく、投資した段階で事前設定された目標の達成に伴う売却規律を徹底するほかない (早く売りすぎる機会コストが一番安い)



# リスク分散かリスク追加か



- リスク分散効果を積極的に狙う投資の考え方では、あるリスクをとることは、全体リスクの削減として正当化され得る

$$\text{リスク総量} = \text{戦略 1 のリスク} + \text{戦略 2 のリスク} + \dots + \text{戦略 3 のリスク} - \text{分散効果}$$

- リスク分散効果を想定しない保守主義(ストレスシナリオ)では、あるリスクをとることは、常に、リスクをとることとして認識される

$$\text{リスク総量} = \text{戦略 1 のリスク} + \text{戦略 2 のリスク} + \dots + \text{戦略 3 のリスク}$$

- 本セミナーは、資本市場における種々の投資対象や投資に関する概念等について解説・検討を行うものであり、当社が行う金融商品取引業の内容に関する情報提供及び関連する特定の金融商品等の勧誘を行うものではありません。
- 本資料中のいかなる内容も将来の投資成果及び将来の市況環境の変動等を保証するものではありません。
- 本資料の著作権その他知的財産権は当社に帰属し、当社の事前の許可なく、本資料を第三者に交付することや記載された内容を転用することは固く禁じます。